

微软 (MSFT)

证券研究报告

2020 年 10 月 27 日

跟踪报告：疫情下云业务韧性强劲，市场份额及竞争优势持续提升

作者

蒋梦晗

分析师

SAC 执业证书编号: S1110519110001
jiangmenghan@tfzq.com

李泽宇

联系人

lizeyu@tfzq.com

云服务有望首先受益于企业 IT 支出 2021 年复苏

根据 Gartner 的统计预测，全球公有云服务市场增速由 2019 年 23% 下滑至 2020 年 6.3%，2020 年市场规模预计为 2579 亿美元；2021 年开始云计算需求增速有望加速复苏，达到 19% 左右。云服务企业 IT 支出板块中表现韧性，公司云业务有望首先受益于企业 IT 支出 2021 年复苏。

微软云业务韧性强劲，且市场份额持续提升，竞争优势进一步显现

2020Q4 公司 Azure 同比收入增速由 Q3 58.75% 下滑至 47.00%，仍超行业与竞争对手增速。我们认为 Azure 的完整云生态是 AWS、谷歌云等云厂商不具备的独特优势。且混合云的布局也强于竞争对手，根据 Flexera 的报告，在私有云部署上，份额第二的 Microsoft Azure Stack 的用户占比从 2019 年的 22% 增加到 2020 年的 35%。而份额第一的 VMware vSphere 从 50% 下降到 42%。

我们看好混合云作为微软长期定位的差异化优势。随着客户加快混合 IT 计划，微软的竞争优势将越来越强。

目前估值相对市场仍较为合理，维持“买入”评级

未来三年，微软盈利能力稳健增长的主要驱动因素包括：未来 Azure 公有云将占据更多的市场份额，Office 365 的用户量增长以及每用户的价格提升，费用管理能力的持续改善。

我们预计公司 2021-2023 财年收入增速为 9.5%/12%/12%，达 1566 亿/1757 亿/1970 亿美元，2021-2023 财年净利润分别为 507 亿/585 亿/656 亿美元，对应 EPS 为 6.64/7.67/8.6 美元。

对比 Bloomberg 一致预期 34x，结合微软公司云业务发展空间，以及持续优化的盈利能力。我们认为微软公司 2021 年 35x 估值比较合理。我们给予 2021 年 35x 市盈率，维持“买入”评级。

风险提示：公有云市场竞争，宏观经济，反垄断及其他政策风险



内容目录

1. 公司概况.....	4
1.1. 智能云为公司营收增长主要驱动力	4
1.2. 自由现金流支持股利政策稳定	6
2. 公有云市场增速复苏，Azure 竞争优势扩大.....	7
2.1. 企业 IT 支出在 2021 年复苏，云服务有望受益弹性.....	7
2.2. 公有云格局：CR4 已达 72%且集中度有望持续提高	8
2.3. Azure 不断蚕食竞争对手市场份额.....	8
2.4. 微软云生态构建 Azure 更强竞争优势.....	10
2.4.1. “深度云服务”挖掘更高价值	13
3. 盈利预测和估值	13
3.1. 催化剂	13
3.2. 盈利预测	15

图表目录

图 1：微软营业总收入	4
图 2：微软归母净利润	4
图 3：微软业务收入结构.....	4
图 4：微软业务部门及产品服务	4
图 5：微软各营收项目比重	5
图 6：微软营收项目增长率：增长靠智能云和生产业务部门拉动	5
图 7：Azure VS 板块及公司收入增长率	5
图 8：微软 2017-2020 财年公司整体毛利率：持续优化.....	5
图 9：微软 2017-2020 财年三费占收入比重.....	5
图 10：微软自由现金流充足.....	6
图 11：2017-2020 财年：自由现金流均超过净利润	6
图 12：稳定的股利政策.....	6
图 13：微软与苹果公司股息率对比.....	6
图 14：Gartner：公有云服务市场预测（2018-2022）（亿美元）	7
图 15：Gartner：公有云细分市场预测-亿美元（2018-2022）	7
图 16：2017-2023 全球 IT 基础设施服务市场预测（根据部署方式）	7
图 17：2020 年第一季度公有云服务（IaaS&PaaS）市场份额（%）	8
图 18：2019 年 Q1 云服务提供商竞争力象限.....	8
图 19：2019 年 Q4 云服务提供商竞争力象限.....	8
图 20：公有云服务（IaaS&PaaS）市场份额趋势.....	9
图 21：Azure 收入增长率高于 AWS	9
图 22：在前三大云提供商的企业支出：Azure 与 AWS 接近	9
图 23：公有云服务商的选择变化	9
图 24：Azure 提供的主要服务	10

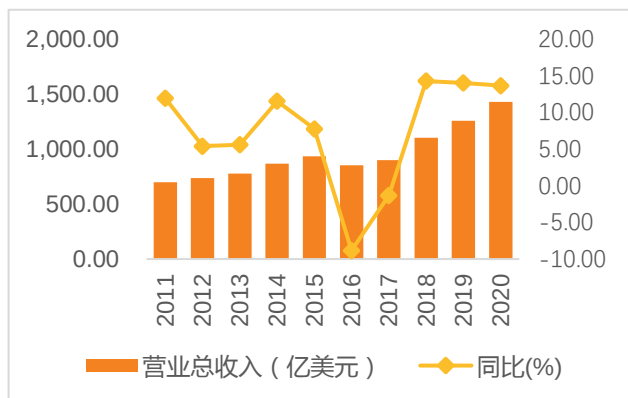
图 26: 亚马逊 AWS 提供的主要服务	10
图 27: 微软商业云产品家族图谱: 涉及各块业务	10
图 28: 微软混合云部署	11
图 29: 微软混合云堆栈	11
图 30: 私有云的采用: Microsoft Azure Stack 用户激增	12
图 31: 2016-2019 年全球超大规模资本支出	12
图 32: 2019-2020 财年云服务商季度资本支出 (亿美元)	12
图 33: 资本利用效率将提高, Azure 规模效应凸显	13
图 34: 商业版 Office 收入拆分及增长率	13
图 35: Office 业务用户粘性较大	13
图 36: Office 365 量价齐升	14
图 37: 战略加大对游戏的投资: 2018 财年游戏收入开始重新增长	15
图 38: 微软游戏中软件服务的收入占比越来越高	15
图 39: 微软已受益于订阅服务带来的优势: 软件服务收入的增长抵消了硬件销售下降	15
图 40: Xbox Live 的玩家数已经接近 1 亿人	15
图 41: 微软与标普 500 的估值对比	16
表 1: 微软 Azure 与行业客户广泛合作 (部分)	10
表 2: 微软收入及毛利预测	15
表 3: 微软利润表 (百万美元)	16
表 4: 微软的行业估值对比	17
表 5: 微软资产负债表 单位: 百万美元	17
表 6: 微软现金流量表 单位: 百万美元	18

1. 公司概况

智能云为公司营收增长主要驱动力

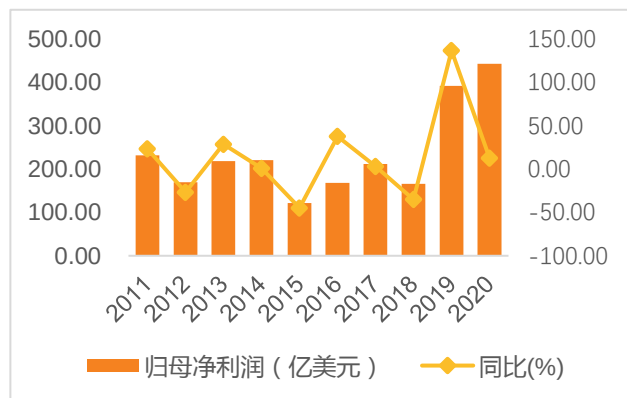
2020 财年，微软收入 1430 亿美元，同比+13.65%，归母净利润 443 亿美元，同比+12.85%，营收继续划分为三大业务组成：生产力及业务流程、智能云和个人计算业务。

图 1：微软营业总收入



资料来源：公司财报，天风证券研究所

图 2：微软归母净利润



资料来源：公司财报，天风证券研究所

图 3：微软业务收入结构

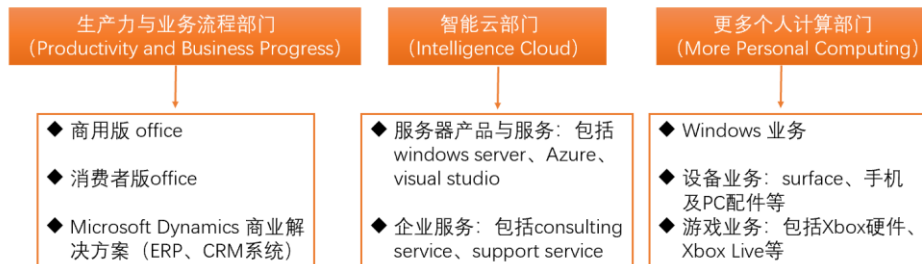


资料来源：公司财报，天风证券研究所

生产力与业务流程部门包括 Office 和 Dynamics 商业解决方案等产品。该部门的核心是商用版 Office。2020 财年该业务部门贡献了 464 亿美元的收入，同比增长 12.7%，占公司收入的 32%。其中 Office 365（2020 年已经改名为 Microsoft 365）产品收入估计为 244 亿美元，贡献 53% 的部门收入。产品收入 245 亿美元，贡献了 52% 的部门收入。**智能云部门**包括服务器产品与云服务，和企业服务等。该部门的核心是 Azure 企业级云服务。2020 财年该业务部门贡献了 484 亿美元的收入，同比增长 24.1%，占公司收入的 34%。其中 Azure 产品收入估计为 204 亿美元，贡献 42% 的部门收入。**个人计算部门**包括传统的 Windows 业务、设备、游戏等产品。2020 财年该业务部门贡献了 483 亿美元的收入，同比增长 5.6%，占公司收入的 34%。从 2014 财年的 44% 逐年降低。

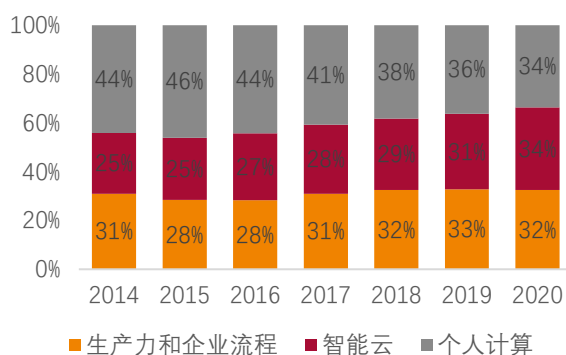
图 4：微软业务部门及产品服务

微软业务部门及产品



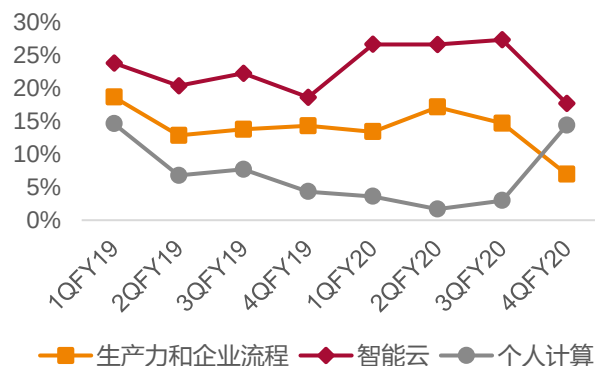
资料来源：公司年报，天风证券研究所

图 5：微软各营收项目比重



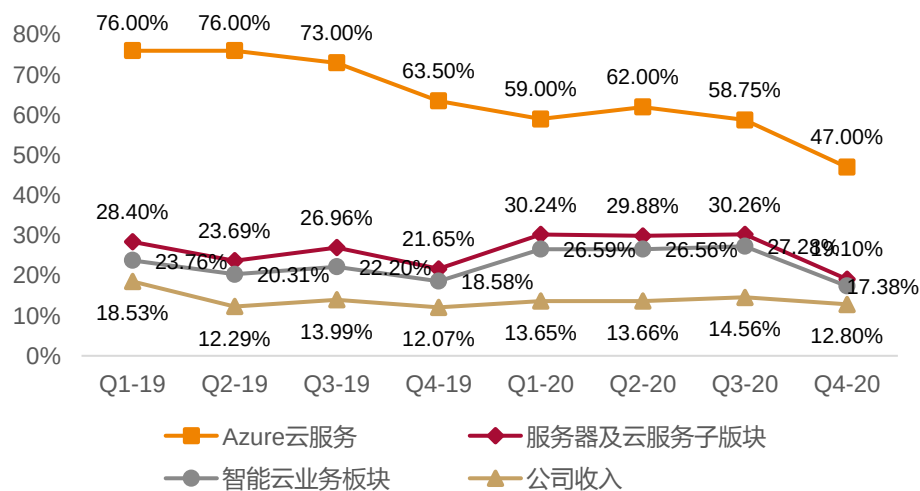
资料来源：公司财报，天风证券研究所

图 6：微软营收项目增长率：增长靠智能云和生产业务部门拉动



资料来源：公司财报，天风证券研究所

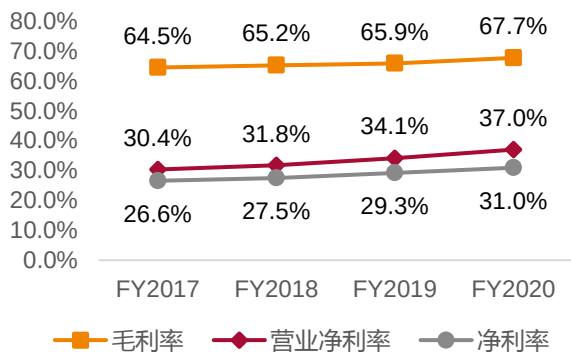
图 7：Azure VS 板块及公司收入增长率



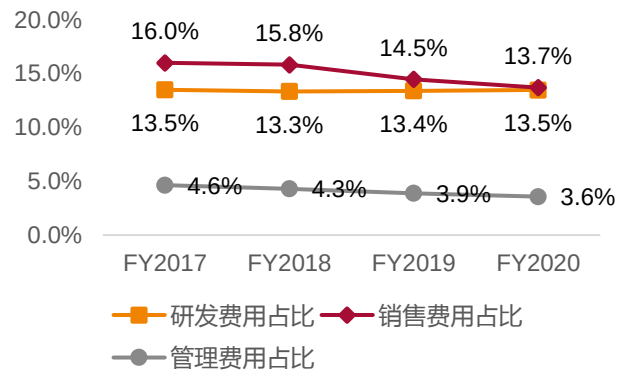
资料来源：公司财报，天风证券研究所

图 8：微软 2017-2020 财年公司整体毛利率：持续优化

图 9：微软 2017-2020 财年三费占收入比重



资料来源：公司财报，天风证券研究所

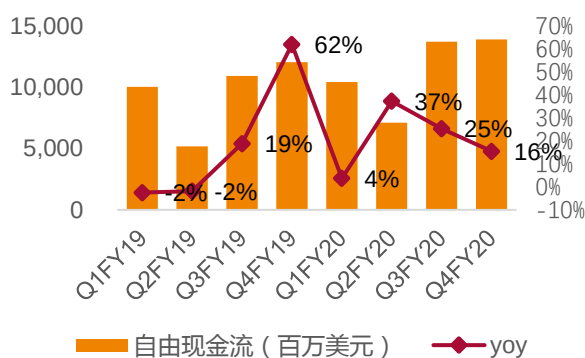


资料来源：公司财报，天风证券研究所

自由现金流支持股利政策稳定

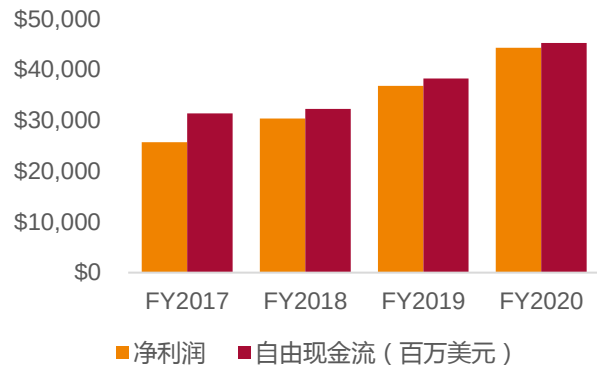
微软公司现金流充足，且具有明显的周期性，第二季度为淡季。整个 2020 财年自由现金流达 452.34 亿美元，第四季度达到 139.29 亿美元，同比增长 16%，近两个季度现金流表现强劲。公司运营情况良好，过去四个财年自由现金流均超过净利润。

图 10：微软自由现金流充足



资料来源：公司财报，天风证券研究所

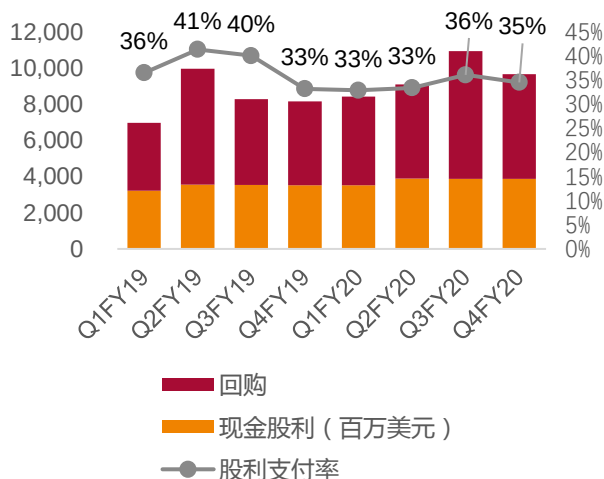
图 11：2017-2020 财年：自由现金流均超过净利润



资料来源：公司财报，天风证券研究所

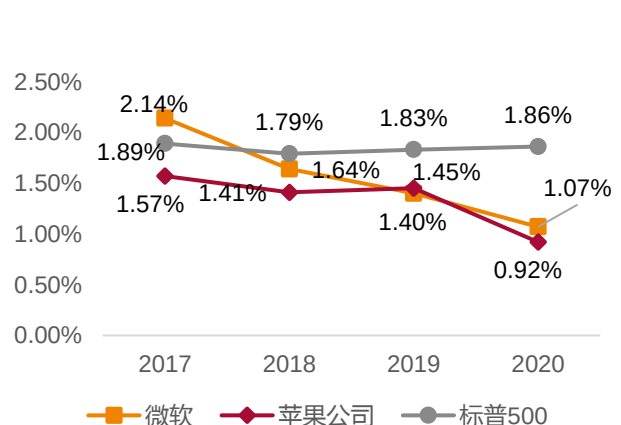
2020 财年派息 151 亿美元，股利支付率稳定在 34%上下，9 月 16 日，公司宣告上调季度股息 10%至每股 0.56 美元。

图 12：稳定的股利政策



资料来源：公司财报，天风证券研究所

图 13：微软与苹果公司股息率对比



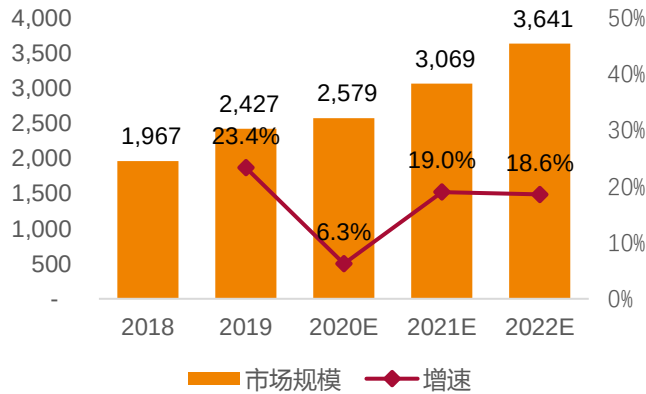
资料来源：公司财报，Seeking alpha，天风证券研究所

2. 公有云市场增速复苏，Azure 竞争优势扩大

2.1. 企业 IT 支出在 2021 年复苏，云服务有望受益弹性

企业 IT 支出在 2021 年复苏。2020 年全球 IT 支出预计将达到 3.5 万亿美元，同比下降 7.3%。其中公有云服务在 2020 年 IT 支出中有望表现出较强韧性，疫情加速企业支出向成本更低的订阅产品和云服务转移。根据 Gartner 的预测，全球公有云服务市场将在 2020 年增长 6.3%，2020 年市场规模预计为 2579 亿美元；2021 年开始云计算需求有望加速，达到 19% 左右。

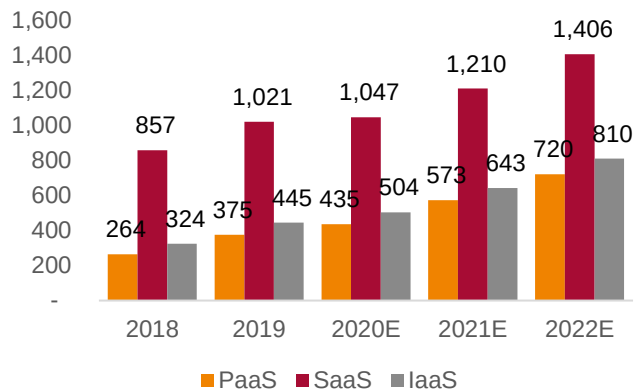
图 14：Gartner：公有云服务市场预测（2018-2022）（亿美元）



资料来源：Gartner，天风证券研究所

从公有云细分市场来看，在基础设施即服务（IaaS）细分市场领域，预计到 2020 年将增长 13.4%，2020 年市场规模预计为 504 亿美元，到 2022 年将增加到 810 亿美元。软件即服务（SaaS）是最大的细分市场，预计到 2020 年将增长 3% 到 1,047 亿美元。平台即服务（PaaS）市场预计在 2020 年增长 16% 到 435 亿美元。

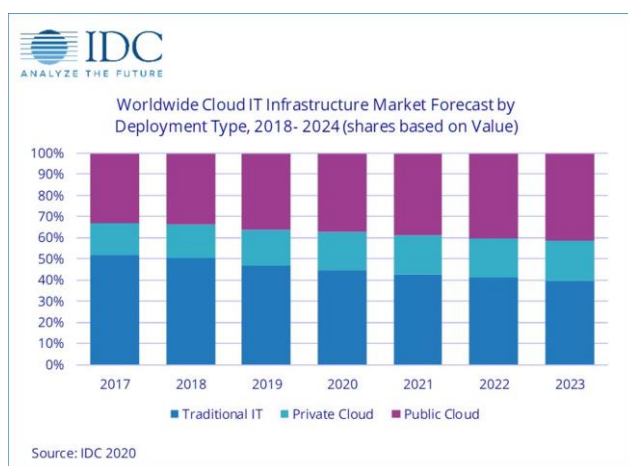
图 15：Gartner：公有云细分市场预测-亿美元（2018-2022）



资料来源：Gartner，天风证券研究所

云计算渗透比率将进一步提升。疫情加速了公有云的服务需求释放。一部分原因是使用在线协作工具的在家工作的员工数量激增，还包括随着企业削减 IT 开支，将工作负载迁移到公共云。预计这种新的云服务需求将在未来保持一定的粘性。

图 16：2017-2023 全球 IT 基础设施服务市场预测（根据部署方式）

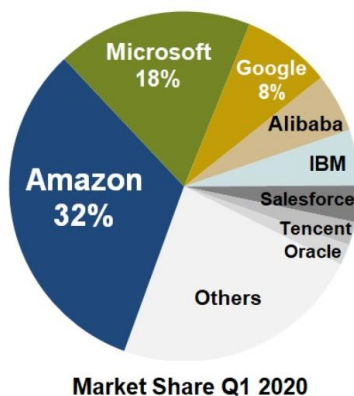


资料来源：IDC，天风证券研究所

2.2. 公有云格局：CR4 已达 72%且集中度有望持续提高

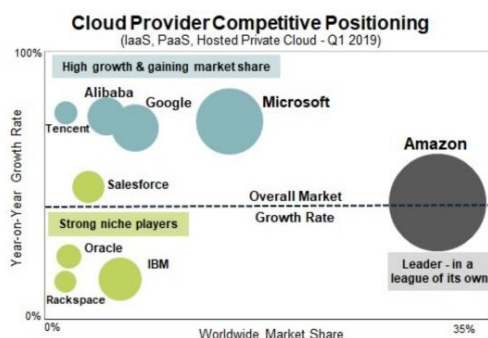
全球公有云（IaaS&PaaS）竞争格局基本稳定。强者恒强，集中度仍将提升。Synergy Research 的数据显示，2019 年第三季度领先的四家云服务提供商（TOP4）占 IaaS 和 PaaS 全球市场的 72%，高于 2016 年初的 57%。

图 17：2020 年第一季度公有云服务（IaaS&PaaS）市场份额（%）



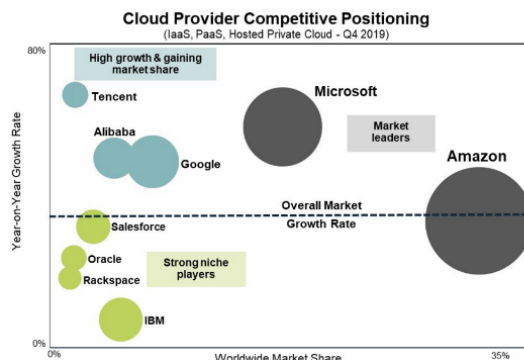
资料来源：Synergy research，天风证券研究所

图 18：2019 年 Q1 云服务提供商竞争力象限



资料来源：Synergy research，天风证券研究所

图 19：2019 年 Q4 云服务提供商竞争力象限

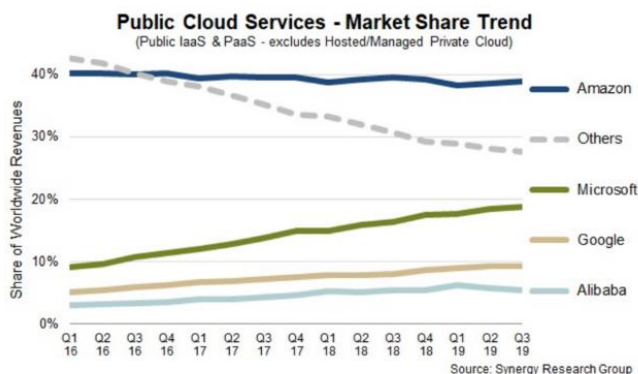


资料来源：Synergy research，天风证券研究所

2.3. Azure 不断蚕食竞争对手市场份额

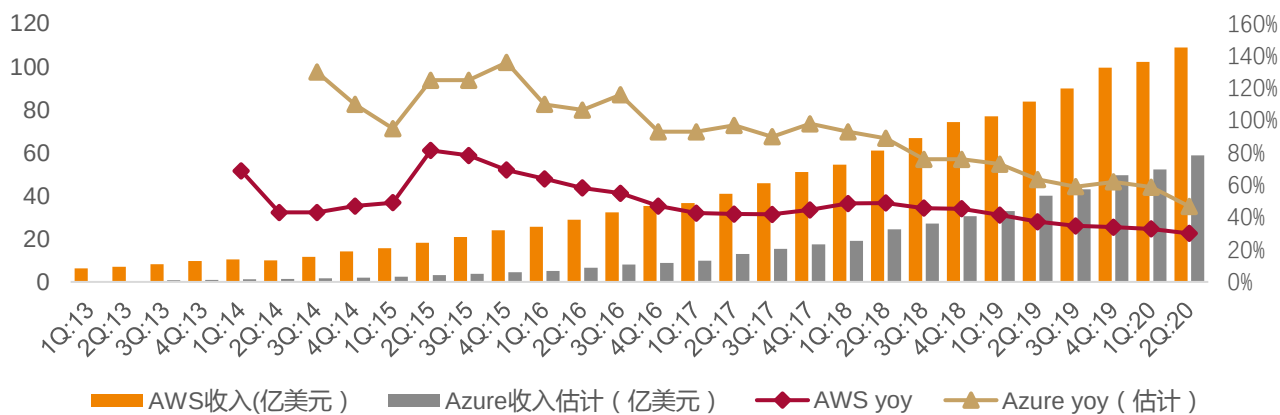
从市场份额来看，公有云服务（IaaS&PaaS）中 Azure 市场份额持续增加；且 Azure 还处于增速高于 AWS 的阶段。2020 年第二季度，Azure 收入增长了 47%，而 AWS 增长率为 30%。

图 20：公有云服务（IaaS&PaaS）市场份额趋势



资料来源：Synergy research，天风证券研究所

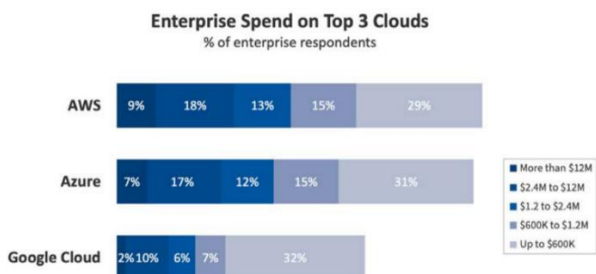
图 21：Azure 收入增长率高于 AWS



资料来源：公司财报，天风证券研究所

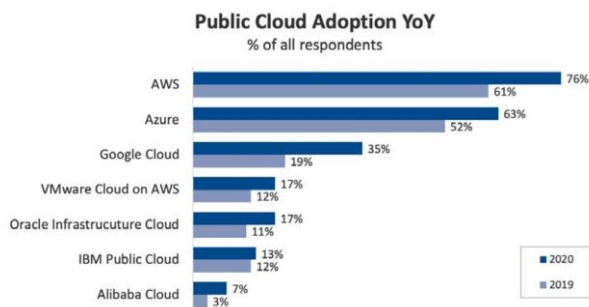
从下游企业选择公有云服务提供商及其花费来看，企业在 Azure 上的花费接近 AWS。根据 Flexera 的调查报告，无论是使用 AWS 的企业百分比还是其中运行企业的虚拟机数量，40%的企业 AWS 用户每年花费至少 120 万美元，而 Azure 则为 36%。在云服务提供商的选择上，Azure 的采用率从 2019 年的 52% 增加到 2020 年的 63%。

图 22：在前三大云提供商的企业支出：Azure 与 AWS 接近



资料来源：Flexera，天风证券研究所

图 23：公有云服务商的选择变化



资料来源：Flexera，天风证券研究所

Azure 击败 AWS 赢得政府订单。微软在 2019 年 10 月击败亚马逊获得五角大楼的 100 亿美元联合企业防御基础设施（JEDI）合同，体现了美国政府对微软云服务能力及安全性的认可。

表 1：微软 Azure 与行业客户广泛合作（部分）

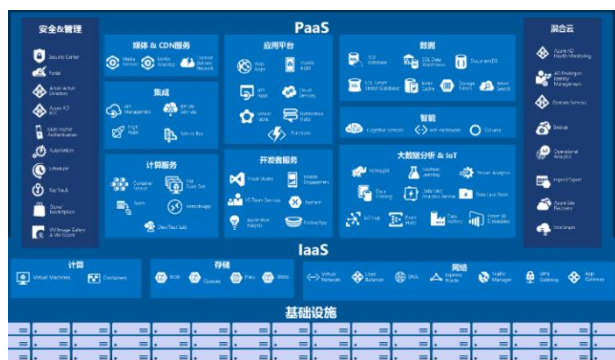
时间	合作伙伴	合作领域
2019 财年第一季度	Walmart	5 年云订单
	GE	工业物联网
2019 财年第二季度	Mastercard	Mastercard Track
	Nielsen	Nielsen Connect
	Gap	5 年云订单
2019 财年第三季度	Akbertsons	3 年云订单
	Renault-Nissan	Alliance Intelligent Cloud
2019 财年第四季度	Sony	PS 游戏云服务
	BMW	工业物联网
2020 年第一季度	Disney	5 年云订单 StudioLAB
	AT&T	20 亿美元订单
	ServiceNow	政务云
2020 年第二季度	Salesforce	Marketing Cloud
2020 年第三季度	NFL	协作与交流
	美国国防部	JEDI
2020 年第四季度	Workday	企业解决方案

资料来源：公司官网，CNBC，Techcrunch，天风证券研究所

2.4. 微软云生态构建 Azure 更强竞争优势

我们认为，微软广泛的解决方案组合的长期定位存在足够的差异化，微软的软件服务依托本地 Windows 系统服务，围绕 Azure 平台提供多样化的云产品。IaaS 和 PaaS 层面提供服务器产品和云服务，SaaS 层面提供 Office365、Dynamics365 等服务。这意味着对于客户，Azure 始终是商业云整体解决方案的一部分

图 24：Azure 提供的主要服务



资料来源：公司官网，天风证券研究所

图 25：亚马逊 AWS 提供的主要服务



资料来源：Amazon 官网，天风证券研究所

Azure 的完整云生态是 AWS、谷歌云等云厂商不具备的独特优势。微软的云服务 Azure 涉及了各个业务条线，并且覆盖了 IaaS、PaaS、SaaS，产品种类丰富，拥有完整的云计算生态，能够提供企业 IT 服务的一体化解决方案。

图 26：微软商业云产品家族图谱：涉及各块业务



资料来源：公司官网，天风证券研究所

混合云时代，Azure 领先优势有望扩大

混合云部署战略是 Azure 差异化的核心。混合战略是微软针对分布式计算结构的长期远景和定位，而不仅是过渡阶段。

与 AWS 和谷歌云不同，微软的差异化竞争力体现在其积极拥抱混合云部署。2017 年微软推出 Azure Stack。微软的混合云部署包括管理集成系统的 Azure Stack，能够对多个数据中心和多个云服务商实现集成化管理的 Azure Arc，以及管理边缘设备的 Azure IoT。

图 27：微软混合云部署



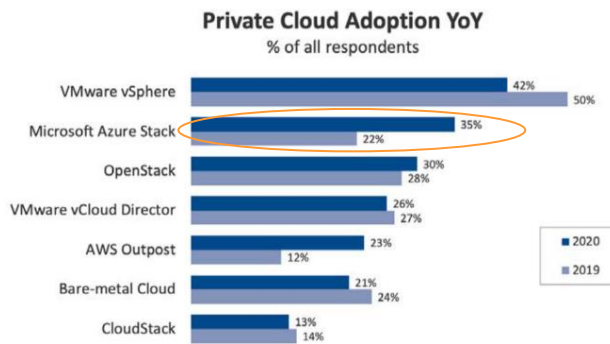
资料来源：微软 Twitter，天风证券研究所

图 28：微软混合云堆栈

Category	Microsoft SaaS	Azure PaaS	Azure IaaS
Apps and scenarios	Exchange Online and Skype for Business Server hybrid Hybrid search and profiles for SharePoint Exchange Server hybrid Skype for Business hybrid Hybrid extranet B2B for SharePoint Cloud PBX and Cloud Connector Edition with Skype for Business Server Hybrid team sites for SharePoint Hybrid OneDrive for Business	Hybrid PaaS apps	Virtual machine (VM)-based IT workloads
Identity	Azure Active Directory integration		Extend identity infrastructure to Azure VNETs
Network	Connect to Microsoft cloud services (Internet pipe or ExpressRoute for Office 365, Dynamics 365, and Azure PaaS)		Site-to-Site VPN or ExpressRoute to Azure IaaS
On-premises	On-premises compute, storage, and network environment		

资料来源：微软官网，天风证券研究所

图 29：私有云的采用：Microsoft Azure Stack 用户激增

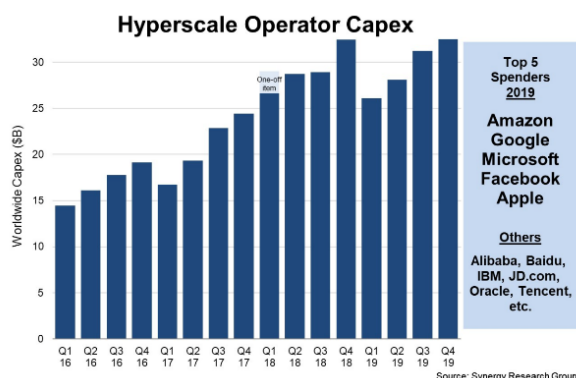


资料来源：Flexera，天风证券研究所

私有云 Microsoft Azure Stack 用户激增。根据 Flexera 的报告，在私有云部署上，份额第二的 Microsoft Azure Stack 的用户占比从 2019 年的 22% 增加到 2020 年的 35%。而份额第一的 VMware vSphere 从 50% 下降到 42%。

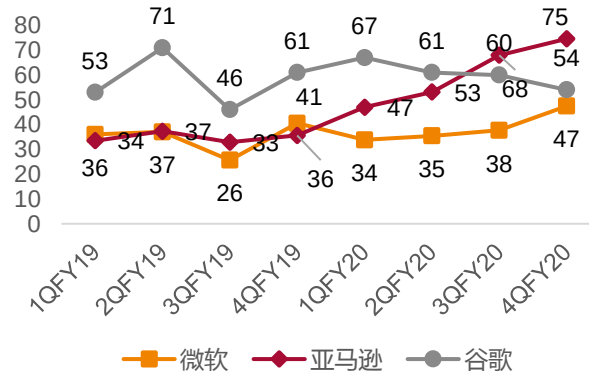
因此，我们看好混合云作为微软长期定位的差异化优势。随着客户加快混合 IT 计划，微软的竞争优势将越来越明显。

图 30：2016-2019 年全球超大规模资本支出



资料来源：Synergy research，天风证券研究所

图 31：2019-2020 财年云服务商季度资本支出（亿美元）

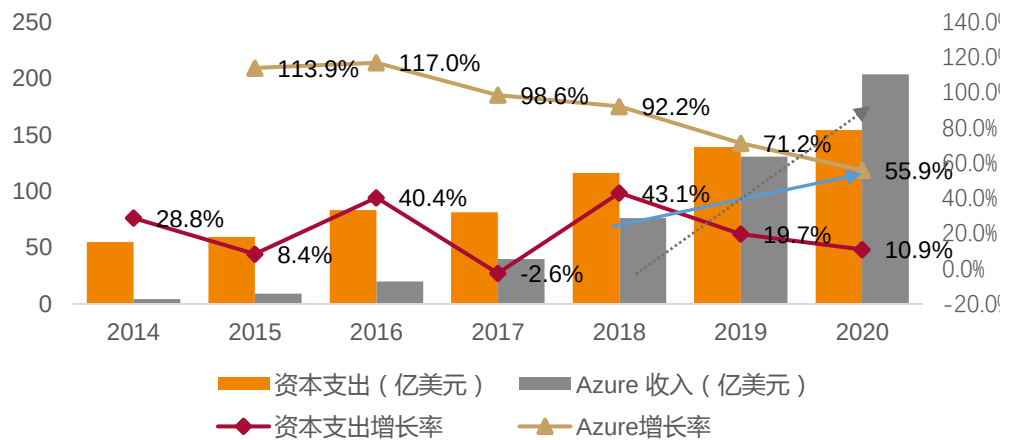


资料来源：公司财报，天风证券研究所

微软资本支出回升，公有云利润率将继续提高，带动公司盈利水平稳步上升。随着整体资本支出稳定增长，和 Azure 规模扩大，数据中心利用率将不断提高，规模效应凸显。

2018-2020 财年 Azure 收入增长率分别为 92.2%, 71.2%, 55.9%, 资本支出增长率分别为 43.1%, 19.7%, 10.9%, Azure 收入增长率趋势强过资本支出的增加。

图 32: 资本利用效率将提高, Azure 规模效应凸显



资料来源: 公司财报, 天风证券研究所

“深度云服务” 挖掘更高价值

公有云未来的定位是像水和电一样的基础设施, 基于云和数据衍生的智能 AI、分析等服务才能为公司带来更多价值。除了在混合架构部署的差异化竞争优势, **我们认为微软在人工智能、物联网、分析领域的投入也将成为公司未来长期引擎**。为了在混合云领域更胜一筹, 微软一直在努力开发新的混合云功能。到 2022 年, 微软承诺在物联网研究和智能边缘领域投入 50 亿美元, 为 Azure IoT 添加新服务和功能。我们看好边缘计算在未来十年的发展, 微软在边缘领域的布局将为其提供先发优势。

5G+边缘计算。2019 年 11 月, 微软 Azure 与运营商 AT&T 开启合作, 将 5G 网络与 Azure 云集成, 提供边缘解决方案。2020 年, 微软新收购了两家核心网供应商 Affirmed Networks 和 Metaswitch, 提高了云服务的灵活性, 为微软未来提供从 Azure 云平台到核心网的完整 5G 解决方案提供支持。

3. 盈利预测和估值

我们认为, 微软未来股价上升的主要驱动因素包括: 未来 Azure 公有云将占据更多的市场份额, Office 365 的用户量增长以及每用户的价格提升, 稳定的股息及回购政策。

3.1. 催化剂

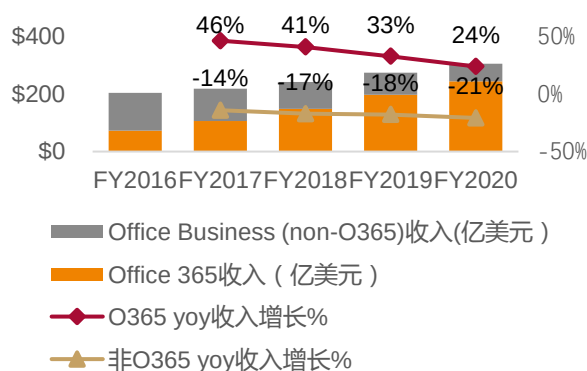
Azure 市占率扩张, 盈利水平将持续优化

我们预计, 微软 410 亿美元的服务器产品和云服务板块将在未来三年保持 20% 左右的增长率。(表 3)

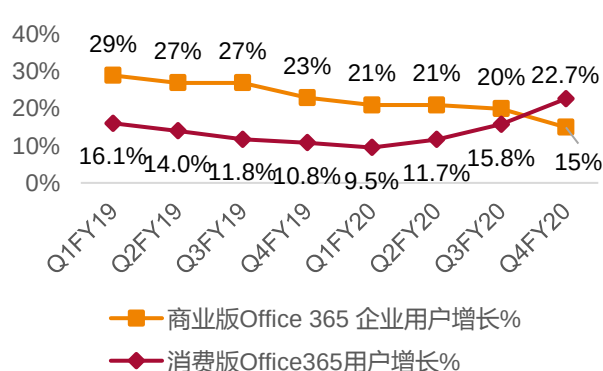
Office 365 量价齐升

图 33: 商业版 Office 收入拆分及增长率

图 34: Office 业务用户粘性较大



资料来源：公司 Investor Presentation，天风证券研究所

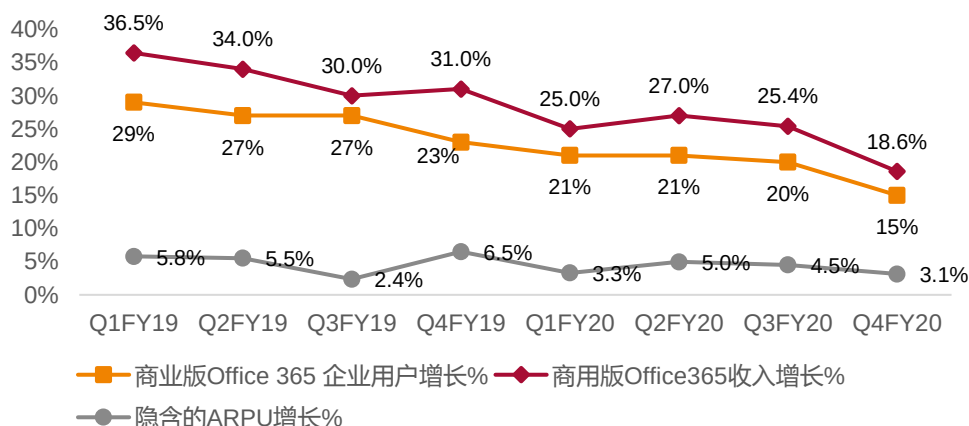


资料来源：公司 Investor Presentation，天风证券研究所

拓宽业务生态，打造一站式办公场景平台。由于疫情的发展，企业的办公形式已经从根本上发生了变化。Microsoft 365 现在提供集会议、通话、在线交谈、文档内容协作以及业务流程为一体的长期办公解决方案。Teams 为企业转向在家办公时保持员工之间的交流并推进业务的在线合作提供了技术保障。

根据订阅用户增长率和 Office365 收入的增长推算出商业版 Office365 的单位用户收入 (ARPU) 一直保持提升态势，2020 财年第四季度商业版 Office365 的单位用户收入增长了 3.1%。2020 财年 Office 365 的最高级 E5 SKU 的订阅超过去年的两倍。

图 35：Office 365 量价齐升



资料来源：公司盈利会议，天风证券研究所

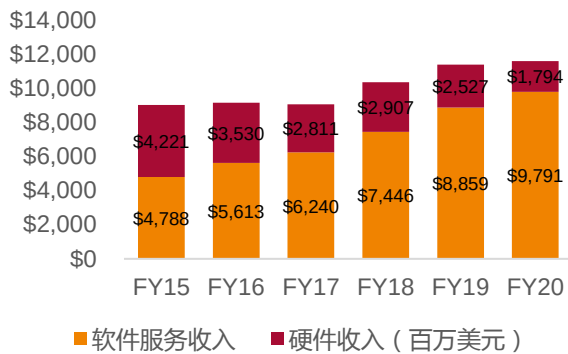
我们估计 Office 365 的收入仍将保持较快的增长速度，我们预计 2021 财年 Office 365 业务收入仍将保持两位数左右的增长。

云游戏带来新的增长点

得益于疫情“stay-at-home”的影响，2020 第四季度微软游戏业务收入同比大涨 64%，其中 Xbox 内容和服务收入增长 65%。

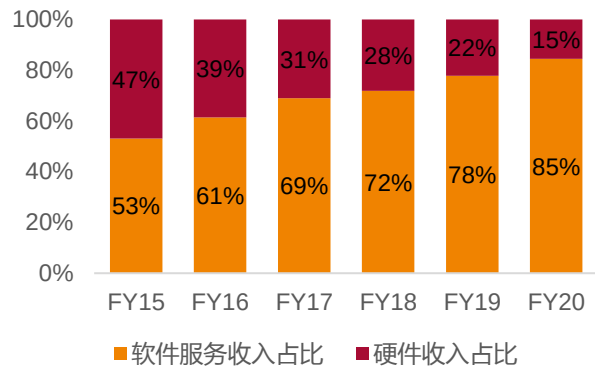
2018 年 10 月微软公布云游戏项目 Project xCloud，正式进军云游戏领域，已在 2020 年 9 月 15 日正式发布。云游戏的核心在于建立三“C”因素，包括内容 (Content)，社区 (Community) 和云 (Cloud)。我们看好公司通过 Xbox 主机构建的社交生态，2020 财年 Xbox Live 玩家数已接近 1 亿人；Azure 作为云平台提供数据和存储等服务；3A 大作作为游戏的核心，公司也一直致力于投资新的工作室和游戏内容。我们看好微软的游戏业务在未来能够获得更稳定的经常性收入。

图 36：战略加大对游戏的投资：2018 财年游戏收入开始重新增长



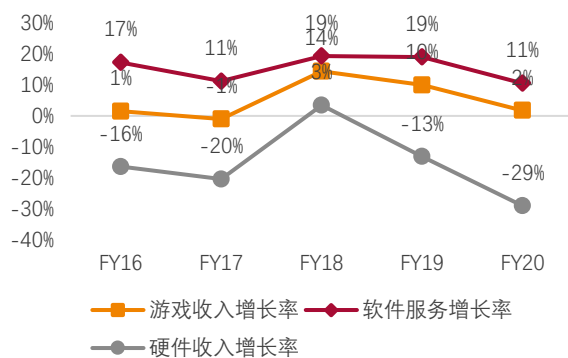
资料来源：公司财报，天风证券研究所

图 37：微软游戏中软件服务的收入占比越来越高



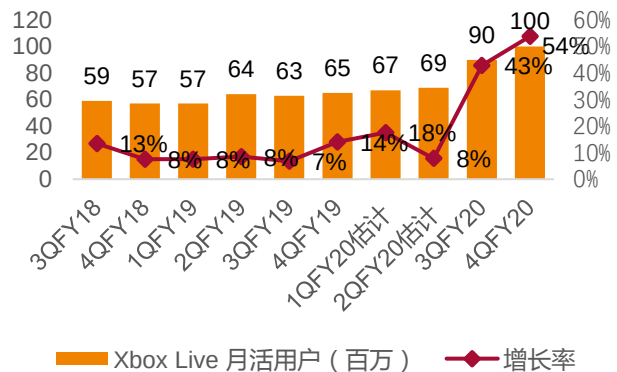
资料来源：公司财报，天风证券研究所

图 38：微软已受益于订阅服务带来的优势：软件服务收入的增长抵消了硬件销售下降



资料来源：公司财报，天风证券研究所

图 39：Xbox Live 的玩家数已经接近 1 亿人



资料来源：公司盈利会议，Statista，天风证券研究所

3.2. 盈利预测

我们认为，微软广泛的解决方案组合的长期定位可在未来几年获得 IT 支出份额的增长。微软的软件服务依托本地 Windows 系统服务，围绕 Azure 平台提供多样化的混合云产品。我们看好核心云服务产品 Azure 和 Office365 的竞争优势继续扩大，而由于管理层也指出了宏观环境的不确定性和中小企业支出放缓的不利因素的影响，我们预计 2021 财年的收入增速将下降至 9.5% 左右接近两位数的水平，2022-2023 将恢复到 12% 左右。

表 2：微软收入及毛利预测

(百万美元)	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
生产力和企业流程部门	35,865	41,160	46,398	50,574	56,137	62,256
同比%	20.1%	14.8%	12.7%	9.0%	11.0%	11%
智能云部门	32,219	38,985	48,366	57,072	68,201	81,841
同比%	17.6%	21.0%	24.1%	18.0%	19.5%	20.0%
个人计算部门	42,276	45,698	48,251	48,975	51,326	52,865
同比%	7.6%	8.1%	5.6%	1.5%	4.8%	3.0%
总收入	110,360	125,843	143,015	156,620	175,663	196,962
同比%	14.3%	14.0%	13.6%	9.5%	12%	12%
毛利率	65%	66%	68%	69%	70%	70%

资料来源：公司财报，天风证券研究所

表 3：微软利润表（百万美元）

Microsoft	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
收入 Net Revenue	\$110,360	\$125,843	\$143,015	\$156,620	\$175,663	\$196,962
% YoY Growth	14.3%	14.0%	13.6%	9.5%	12%	12%
营业成本 Cost of Goods Sold	\$38,353	\$42,910	\$46,078	\$48,552	\$52,699	\$59,089
Gross Profit	\$72,007	\$82,933	\$96,937	\$108,068	\$122,964	\$137,874
Gross Margin	65.2%	65.9%	67.8%	69.0%	70.0%	70.0%
营业支出 Total Operating Expenses	\$36,949	\$39,974	\$43,978	\$46,986	\$52,699	\$59,089
% of Revenue	33.5%	31.8%	30.8%	30.0%	30.0%	30.0%
营业利润 Operating Income	\$35,058	\$42,959	\$52,959	\$61,082	\$70,265	\$78,785
Operating Margin	31.8%	34.1%	37.0%	39.0%	40.0%	40.0%
税前利润 Pre-Tax Profit	\$36,474	\$43,688	\$53,036	\$61,108	\$70,481	\$79,051
税率 Tax rate	16.7%	15.7%	16.5%	17%	17%	17%
经营相关的税费	\$6,103	\$6,858	\$8,755	\$10,388	\$11,982	\$13,439
非经常性损益调整项	13800	-2410	0	0	0	0
税费 Provision for income taxes	19903	4448	8755	\$10,388	\$11,982	\$13,439
经营性净利润 Operating Net Income (incl. Stock Comp)	\$30,371	\$36,830	\$44,281	\$50,720	\$58,499	\$65,612
净利润率	27.5%	29.3%	31.0%	32.4%	33.3%	33.3%
经营性每股收益 Operating EPS	\$3.90	\$4.75	\$5.76	\$6.64	\$7.67	\$8.60
% YoY Growth		21.9%	21.3%	15.3%	15.5%	12.1%

资料来源：公司财报，天风证券研究所

我们预计公司 2021-2023 财年收入增速为 9.5%/12%/12%，达 1566 亿 1757 亿/1970 亿美元，2021-2023 财年净利润分别为 507 亿/585 亿/656 亿美元，对应 EPS 为 6.64/7.67/8.6 美元。估值方面，对比 Bloomberg 一致预期 34x，结合微软公司云业务发展空间，以及持续优化的盈利能力。我们认为微软公司 2021 年 35x 估值比较合理。

我们给予微软公司 2021 年 35x 市盈率，“买入”评级，目标价格为 230 美元。

图 40：微软与标普 500 的估值对比



资料来源：Wind，天风证券研究所

表 4：微软的行业估值对比

公司	代码	股价	市值（百万美元）	PE-TTM	PE-FY1	PE-FY2
Microsoft	MSFT.O	214.25	1,621,369	37.17	33.17	29.2
ORACLE	ORCL.N	55.73	171,018	17.82	13.78	12.6
威睿	VMW.N	137.47	57,607	32.28	20.64	18.75
(ADOBE	ADBE.O	491.94	235,967	64.82	50.37	44.25
Facebook	FB.O	282.73	805,295	34.58	35.28	27.92
IBM	IBM-N	122.3	108,918	13.63	11.04	10.01
平均数			430,571	33.39	27.38	23.79

资料来源：Thomsons One，数据截止 9 月 4 日收盘，天风证券研究所

表 5：微软资产负债表 单位：百万美元

Assets:							
Cash & Cash Equivalents	\$11,946	\$11,356	\$13,576	\$8,000	\$8,000	\$8,000	
Short-Term Investments	\$121,822	\$122,463	\$122,951	\$138,087	\$145,457	\$160,401	
Accounts Receivable	\$26,481	\$29,524	\$32,011	\$35,056	\$39,319	\$44,086	
Inventory	\$2,662	\$2,063	\$1,895	\$1,997	\$2,167	\$2,430	
Other current assets	\$6,751	\$10,146	\$11,482	\$11,594	\$12,296	\$13,787	
Current Assets	\$169,662	\$175,552	\$181,915	\$194,734	\$207,240	\$228,704	
Property & Equipment	29,460	36,477	44,151	53,232	63,057	73,973	
Equity and other Investments	1,862	2,649	2,965	7,929	12,893	17,857	
Goodwill	35,683	42,026	43,351	43,351	43,351	43,351	
Other Intangibles	8,053	7,750	7,038	5,418	3,717	1,937	
Other Assets	14,128	22,102	21,891	\$23,844	\$26,743	\$29,985	
Total Assets	\$258,848	\$286,556	\$301,311	\$328,508	\$357,000	\$395,808	
Liabilities & Equity:							
Accounts Payable	\$8,617	\$9,382	\$12,530	\$13,203	\$14,330	\$16,068	
ST Debt	\$3,998	\$5,516	\$3,749	\$3,749	\$3,749	\$3,749	
Accrued Compensation and Benefits	6,103	6,830	7,874	\$8,595	\$9,640	\$10,809	
Current Income Taxes	2,121	5,665	2,130	\$4,644	\$5,356	\$6,007	
Current Unearned Revenue	28,905	32,676	36,000	\$38,283	\$39,937	\$40,463	
Other	8,744	9,351	10,027	\$11,676	\$13,096	\$14,684	
Total Current Liabilities	\$58,488	\$69,420	\$72,310	\$80,150	\$86,108	\$91,780	

Long-Term Unearned Revenue	3,815	4,530	3,180	3,786	3,950	4,002
Other Long-Term Liabilities	41,585	43,614	47,939	\$48,202	\$51,028	\$54,356
Long term Debt	72,242	66,662	59,578	\$55,828	\$47,834	\$45,084
Total Liabilities	\$176,130	\$184,226	\$183,007	\$187,965	\$188,920	\$195,221
Common Stock and Paid-In Capital	71,223	78,520	80,552	\$68,898	\$56,271	\$43,135
Retained Earnings	13,682	24,150	34,566	\$68,458	\$108,624	\$154,266
Accumulated Other Comprehensive Income	(2,187)	(340)	3,186	3,186	3,186	3,186
Shareholders' Equity	\$82,718	\$102,330	\$118,304	\$140,542	\$168,081	\$200,586
Total Liabilities & Equity	\$258,848	\$286,556	\$301,311	\$328,508	\$357,000	\$395,808

资料来源：公司财报，天风证券研究所

表 6：微软现金流量表 单位：百万美元

	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
Net Income	\$16,571	\$39,240	\$44,281	\$50,720	\$58,499	\$65,612
Depreciation and Amortization	10,261	11,682	12,796	12,083	12,676	13,064
Stock-Based Compensation	3,940	4,652	5,289	5,003	4,429	3,921
Deferred Income Taxes	(5,143)	(6,463)	11	0	0	0
(Gain) / Loss on Sale of Short-Term Investments	(2,212)	(792)	(219)	0	0	0
Funds from Operations	\$23,417	\$48,319	\$62,158	\$67,806	\$75,604	\$82,597
(Inc.) Dec. in Accounts Receivable	(3,862)	(2,812)	(2,577)	(3,045)	(4,262)	(4,767)
(Inc.) Dec. in Other Current Assets	(1,417)	(1,121)	(2,162)	(214)	(873)	(1,754)
(Inc.) Dec. in Other Long-Term Assets	(285)	(1,834)	(1,037)	(1,953)	(2,899)	(3,243)
Inc. (Dec.) in Other Current Liabilities	2,148	1,651	4,364	5,557	4,305	5,145
Inc. (Dec.) in Other Long-Term Liabilities	17,961	3,520	(2,283)	263	2,826	3,328
Inc. (Dec.) in Unearned revenue	5,922	4,462	2,212	2,889	1,817	578
Booking of Unearned Revenue	62,840	69,469	75,770	83,803	90,823	98,484
Recognition of Unearned Revenue	(56,918)	(65,007)	(73,558)	(80,914)	(89,005)	(97,906)
Change in Net Working Capital	\$20,467	\$3,866	(\$1,483)	\$3,496	\$914	(\$712)
Cash Flow from Operations	\$43,884	\$52,185	\$60,675	\$71,303	\$76,518	\$81,885
YoY Growth						
Capital Expenditures	(11,632)	(13,925)	(15,441)	(17,944)	(19,200)	(20,600)
% growth Capex		20%	11%	16%	7%	7%
Acquisitions, Net of Cash Acquired	(888)	(2,388)	(2,521)	(1,600)	(1,600)	(1,600)
Purchase of Short-Term Investments	(137,380)	(57,697)	(77,190)	(185,136)	(177,370)	(184,944)
Proceeds from Sales/Maturities of Short-Term Investments	143,937	58,237	84,170	170,000	170,000	170,000
Other	(98)	0	(1,241)	(4,964)	(4,964)	(4,964)
Net Cash Used in Investing Activities	(6,061)	(15,773)	(12,223)	(39,644)	(33,134)	(42,108)
Debt issuance (repayment)	(10,201)	(4,000)	(5,518)	(3,750)	(7,994)	(2,750)
Common Stock Dividends	(12,699)	(13,811)	(15,137)	(16,828)	(18,333)	(19,971)
Proceeds from Sale of Common Stock	1,002	1,142	1,343	1,343	1,343	1,343
Repurchase of Common Stock (Treasury Shares)	(10,721)	(19,543)	(22,968)	(18,000)	(18,400)	(18,400)
Other	(971)	(675)	(3,751)	0	0	0
Net Cash Provided by Financing Activities	(33,590)	(36,887)	(46,031)	(37,235)	(43,384)	(39,778)
Translation Gains (Losses)	50	(115)	(201)	0	0	0

Inc. (Dec.) in Cash and Cash Equivalents	4,283	(590)	2,220	(5,576)	0	0
Beginning Cash and Cash Equivalents	7663	11946	11356	13576	8000	8000
Ending Cash and Cash Equivalents	\$11,946	\$11,356	\$13,576	\$8,000	\$8,000	\$8,000
Free Cash Flow	\$32,252	\$38,260	\$45,234	\$53,359	\$57,318	\$61,285
YoY		19%	18%	18%	7%	7%

资料来源：公司财报，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期标普 500 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期标普 500 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com